

增持

——维持

爱尔眼科 (300015)

证券研究报告/公司研究/公司动态

日期: 2020年08月28日

行业: 医药制造业



分析师: 魏贊

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

执业证书编号: S0870513090001

研究助理: 黄施齐

Tel: 021-53686139

E-mail: huangshiqi@shzq.com

执业证书编号: S0870119030007

### 基本数据 (2020H1)

报告日股价 (元)	49.98
12mth A 股价格区间 (元)	25.38-53.06
总股本 (百万股)	4,121.52
无限售 A 股/总股本	83%
流通市值 (亿元)	1,707.82
每股净资产 (元)	1.80
PBR (X)	23.05
DPS (2019Y, 元)	10 送 3 派 1.50

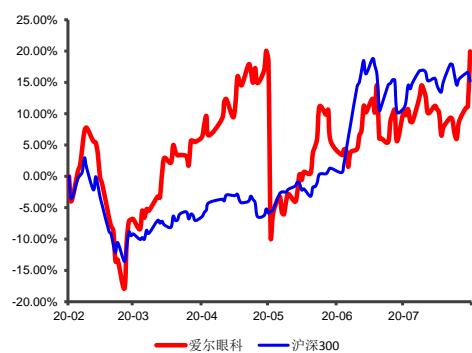
### 主要股东 (2020H1)

爱尔医疗投资集团有限公司	35.48%
陈邦	16.00%
香港中央结算有限公司(陆股通)	7.90%

### 收入结构 (2020H1)

医疗服务	69.9%
视光服务	19.8%
其他病种服务	10.3%

### 最近6个月股票与沪深300比较



## ■ 公司动态事项

公司发布2020年半年度业绩报告。

## ■ 事项点评

### 营收受疫情影响下滑, 二季度业绩恢复良好

2020H1, 公司实现营业收入41.64亿元, 同比下降12.32%; 实现归母净利润6.76亿元, 同比下降2.72%; 扣非后归母净利润5.79亿元, 同比下降16.69%。业绩下滑主要是受到疫情的影响, 报告期内, 疫情导致公司门诊量264.11万人次, 同比减少16.53%; 手术量23.63万例, 同比减少21.13%。从单季度来看, 公司第二季度实现营收25.22亿元, 同比增长0.72%; 实现归母净利润5.97亿元, 同比增长50.51%; 实现扣非归母净利润5.53亿元, 同比增长30.69%, 已经恢复增长态势。

2020H1, 公司整体毛利率为43.73%, 较去年同期下降3.41pp。期间费用率方面, 报告期内, 公司的销售费用率和管理费用率分别为8.45%和15.19%, 其中销售费用率同比下降1.80pp, 主要是由于疫情期间公司市场推广活动减少所致。报告期内, 公司研发费用投入为0.52亿元, 同比下降21.82%, 主要是由于疫情影响研究活动减少所致。

### 疫情逐渐平稳, 下半年业绩有望强劲恢复

2020年, 疫情对公司境内主营业务影响主要在2-4月, 对境外主营业务的影响主要从3月下旬延续到6月。境内各分子公司从3月中下旬陆续复工, 欧洲地区及美国从5月上旬陆续复工, 东南亚地区从5月中旬逐步复工, 截至目前, 受疫情影响仍有部分地区网点尚未完全恢复, 尤其湖北地区作为公司最成熟的战略基地之一, 处在全国疫情的重灾区, 经营业绩深受重创。此后, 京津冀及东北三省、新疆等省区出现疫情二次反复, 这些地区的医院业务也受到了较大影响。但伴随疫情逐步平稳, 公司业绩目前也开始逐步恢复。分业务来看, 上半年视光服务的营收下降最少, 较上年同期下降1.83%。主要是因为随着二季度各中小学的陆续返校, 视光项目的刚性需求得以释放, 公司紧跟市场需求开辟特色门诊, 促使项目得到快速恢复。公司的主要收入来源是屈光手术业务, 受到疫情影响同比下滑13.38%, 业绩也受到了高考延期的影响。伴随高考结束, 屈光手术需求将会逐步释放, 推动业绩恢复增长。

### 外延并购进一步完善公司战略布局

报告期内, 公司于6月30日宣布非公开募集7.1亿元, 将用于并购

重组30家医院，进一步完善了公司全国网络战略布局，加固了公司行业地位，扩大了服务范围，提高公司的盈利能力和可持续发展能力，为公司的“二次创业”提供坚实的基础。

### ■ 风险提示

行业监管政策变化风险；市场拓展不及预期风险；技术人才流失的风险；并购整合不及预期风险

### ■ 投资建议

#### 维持“增持”评级

预计公司20、21年EPS为0.41、0.58元，以8月27日收盘价49.98元计算，动态PE分别为122倍和87倍。我们认为，公司作为眼科领域龙头企业，业绩将受益于医疗需求的持续提升以及市场渗透的逐步增加，未来伴随公司的市场布局进一步完善，以及疫情期间积压需求逐步释放，其业绩具备明确成长性。我们看好公司未来发展，维持“增持”评级。

### ■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9,990.10	10,812.58	14,706.77	18,169.48
年增长率	24.74%	8.23%	36.02%	23.55%
归属于母公司的净利润	1,378.92	1,682.07	2,377.58	3,153.13
年增长率	36.67%	21.98%	41.35%	32.62%
每股收益 (元)	0.33	0.41	0.58	0.77
PER (X)	149.39	122.46	86.64	65.33

注：有关指标按当年股本摊薄

## ■ 附表

## ■ 附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,840	3,330	5,624	8,484
存货	374	430	656	684
应收账款及票据	1,350	1,225	1,634	1,394
其他	462	186	242	258
流动资产合计	4,027	5,172	8,156	10,820
长期股权投资	1	1	1	1
固定资产	1,765	1,331	898	464
在建工程	361	371	381	381
无形资产	555	544	533	522
其他	5,186	4,993	4,801	4,608
非流动资产合计	7,868	7,241	6,614	5,977
<b>资产总计</b>	<b>11,895</b>	<b>12,413</b>	<b>14,770</b>	<b>16,796</b>
短期借款	580	580	580	580
应付账款及票据	1,279	1,395	2,214	2,238
其他	1,020	981	1,060	1,048
流动负债合计	2,879	2,956	3,855	3,865
长期借款和应付债券	1,636	0	0	0
其他	358	358	337	351
非流动负债合计	1,993	358	337	351
<b>负债合计</b>	<b>4,872</b>	<b>3,314</b>	<b>4,191</b>	<b>4,216</b>
少数股东权益	429	524	651	816
股东权益合计	7,023	9,099	10,579	12,581
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11,895</b>	<b>12,413</b>	<b>14,770</b>	<b>16,796</b>

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1,379	1,682	2,378	3,153
折旧和摊销	504	445	445	445
营运资本变动	(1,472)	315	380	413
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,078</b>	<b>2,573</b>	<b>3,323</b>	<b>4,154</b>
资本支出	(500)	(10)	(10)	0
投资收益	113	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,759)</b>	<b>290</b>	<b>(10)</b>	<b>0</b>
股权融资	1,738	0	0	0
负债变化	316	(1,636)	0	0
股息支出	(465)	(814)	(1,025)	(1,316)
<b>融资活动现金流</b>	<b>164</b>	<b>(1,373)</b>	<b>(1,019)</b>	<b>(1,294)</b>
<b>净现金流</b>	<b>484</b>	<b>1,490</b>	<b>2,294</b>	<b>2,860</b>

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9,990	10,813	14,707	18,169
营业成本	5,065	5,558	7,501	9,252
营业税金及附加	22	22	29	38
营业费用	1,049	1,243	1,765	2,180
管理费用	1,305	1,514	2,059	2,487
财务费用	76	36	(6)	(22)
资产减值损失	(314)	(5)	(43)	(211)
投资收益	113	0	0	0
公允价值变动损益	(56)	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>2,022</b>	<b>2,445</b>	<b>3,402</b>	<b>4,445</b>
营业外收支净额	(182)	(148)	(169)	(166)
<b>利润总额</b>	<b>1,840</b>	<b>2,297</b>	<b>3,233</b>	<b>4,279</b>
所得税	409	519	729	961
净利润	1,431	1,778	2,504	3,318
少数股东损益	52	96	127	165
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>1,379</b>	<b>1,682</b>	<b>2,378</b>	<b>3,153</b>

财务比率分析

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
总收入增长率	24.74%	8.23%	36.02%	23.55%
EBITDA 增长率	68.86%	-10.63%	31.28%	26.76%
EBIT 增长率	74.32%	-15.07%	36.89%	30.26%
净利润增长率	36.67%	21.98%	41.35%	32.62%
毛利率	32.48%	33.82%	34.53%	35.27%
EBITDA/总收入	32.76%	27.05%	26.11%	26.79%
EBIT/总收入	29.24%	22.94%	23.09%	24.35%
净利润率	13.80%	15.56%	16.17%	17.35%
资产负债率	40.96%	26.70%	28.38%	25.10%
流动比率	1.40	1.75	2.12	2.80
速动比率	1.27	1.60	1.95	2.62
总资产回报率 (ROA)	12.03%	14.32%	16.96%	19.75%
净资产收益率 (ROE)	20.91%	19.62%	23.95%	26.80%
EV/营业收入	7.6	16.1	18.7	13.6
EV/EBITDA	49.3	69.0	52.0	40.5
PE	149.4	122.5	86.6	65.3
PB	31.2	24.0	20.7	17.5

## 分析师声明

魏巍 黄施齐

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。